

# Carteira BDRs: Out/2025

**Enzo Pacheco**  
Analista responsável  
CFA, CNPI



# Sumário

|   |           |
|---|-----------|
| <b>“IAkisoba”</b> .....                       | <b>3</b>  |
| <b>Saídas Carteira BDR Outubro/25</b> .....   | <b>14</b> |
| <b>Reduções Carteira BDR Outubro/25</b> ..... | <b>15</b> |
| <b>Adições Carteira BDR Outubro/25</b> .....  | <b>15</b> |
| <b>Aumentos Carteira BDR Outubro/25</b> ..... | <b>16</b> |
| <b>Alibaba (BABA34)</b> .....                 | <b>18</b> |
| <b>Amazon (AMZO34)</b> .....                  | <b>20</b> |
| <b>AT&amp;T (ATTB34)</b> .....                | <b>22</b> |
| <b>Berkshire Hathaway (BERK34)</b> .....      | <b>24</b> |
| <b>Coinbase (C2OI34)</b> .....                | <b>25</b> |
| <b>Disney (DISB34)</b> .....                  | <b>28</b> |
| <b>Meta Platforms (M1TA34)</b> .....          | <b>30</b> |
| <b>Novo Nordisk (N1VO34)</b> .....            | <b>31</b> |
| <b>Salesforce (SSFO34)</b> .....              | <b>32</b> |
| <b>Visa (VISA34)</b> .....                    | <b>34</b> |
| <b>Desempenho da Carteira de BDRs</b> .....   | <b>36</b> |
| <b>Disclaimer</b> .....                       | <b>37</b> |

# Carteira BDRs: Out/2025

Caro investidor,

Abaixo, consolidamos as 10 ideias de ações que entendemos serem as melhores apostas nos mercados internacionais para o mês de outubro.

A intenção é ter uma carteira diversificada, dentre os mais diversos setores da economia – aliando nomes defensivos com outros mais cíclicos.

A Carteira Mensal de BDRs de outubro é composta por:

| Carteira Internacional - Setembro/25 |                                  |            |
|--------------------------------------|----------------------------------|------------|
| Empresa                              | BDR   Ação                       | Peso       |
| Alibaba                              | B3: BABA34   NYSE: BABA          | 15%        |
| Meta Platforms                       | B3: M1TA34   Nasdaq: META        | 15%        |
| Novo Nordisk                         | B3: N1VO34   NYSE: NVO           | 15%        |
| Amazon                               | B3: AMZO34   Nasdaq: AMZN        | 10%        |
| AT&T                                 | B3: ATTB34   NYSE: T             | 10%        |
| Berkshire Hathaway                   | B3: BERK34   NYSE: BRK/B         | 10%        |
| <b>TSMC</b>                          | <b>B3: TSMC34   NYSE: TSM</b>    | <b>10%</b> |
| <b>Baidu</b>                         | <b>B3: BIDU34   Nasdaq: BIDU</b> | <b>5%</b>  |
| Coinbase                             | B3: C2OI34   Nasdaq: COIN        | 5%         |
| Salesforce                           | B3: SSFO34   NYSE: CRM           | 5%         |
| Zeragem/Redução Posição              |                                  |            |



| Carteira Internacional - Outubro/25 |                                |           |
|-------------------------------------|--------------------------------|-----------|
| Empresa                             | BDR   Ação                     | Peso      |
| Meta Platforms                      | B3: M1TA34   Nasdaq: META      | 15%       |
| Novo Nordisk                        | B3: N1VO34   NYSE: NVO         | 15%       |
| Amazon                              | B3: AMZO34   Nasdaq: AMZN      | 10%       |
| AT&T                                | B3: ATTB34   NYSE: T           | 10%       |
| Berkshire Hathaway                  | B3: BERK34   NYSE: BRK/B       | 10%       |
| Coinbase                            | B3: C2OI34   Nasdaq: COIN      | 10%       |
| Salesforce                          | B3: SSFO34   NYSE: CRM         | 10%       |
| Visa                                | B3: VISA34   NYSE: V           | 10%       |
| <b>Alibaba</b>                      | <b>B3: BABA34   NYSE: BABA</b> | <b>5%</b> |
| <b>Disney</b>                       | <b>B3: DISB34   NYSE: DIS</b>  | <b>5%</b> |
| Adição/Aumento Posição              |                                |           |

Um abraço e bons investimentos,

**Enzo Pacheco, CFA, CNPI**

Empiricus Research

## “IAkisoba”

Caro leitor,

Apesar dos prognósticos iniciais, considerando o histórico não tão positivo para setembro — uma vez que o mês foi palco para diversas crises ao longo dos anos nos mercados internacionais —, os investidores seguiram com visão construtiva para os ativos de risco no período.

E, “sem querer soar repetitivo mas já soando”, mais uma vez a temática de Inteligência Artificial teve uma parcela importante para que os principais índices americanos atingissem novas máximas no mês passado.

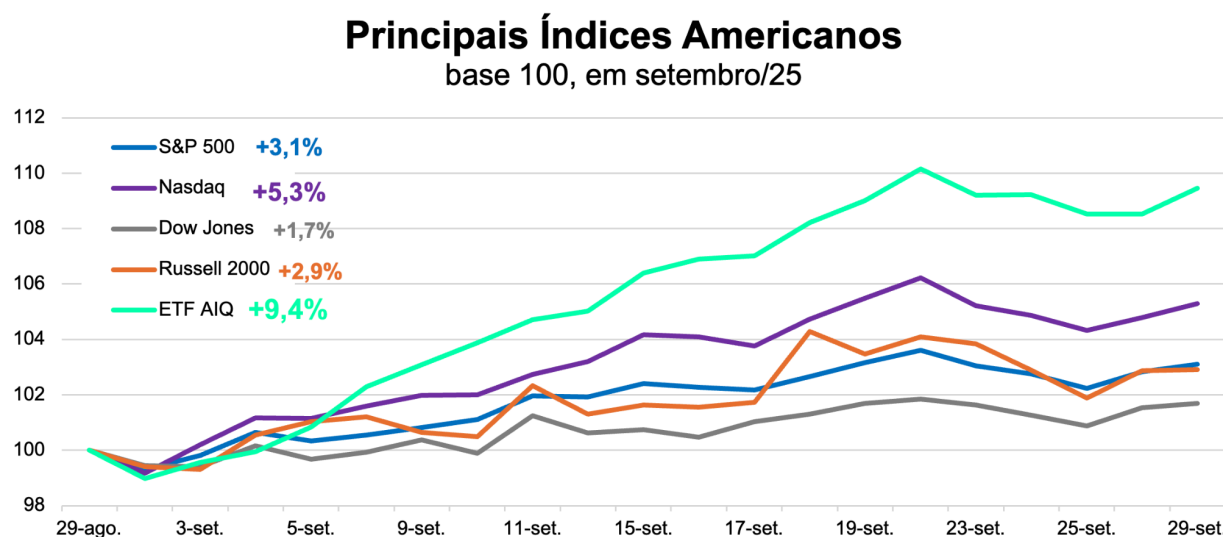
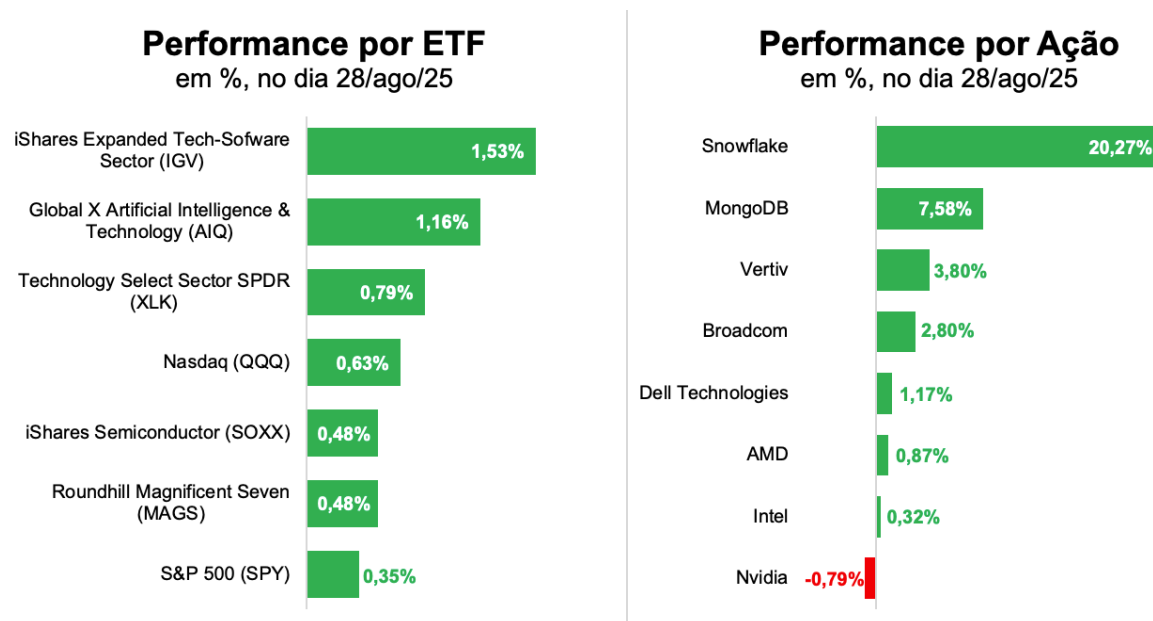


Gráfico 1. Principais índices americanos e o ETF Global X Artificial Intelligence & Technology (em base 100), no mês (até 29/set) | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Primeiro com a divulgação dos resultados da Nvidia, ao final de agosto.

Importante salientar que, apesar dos ótimos números divulgados no trimestre, o fato da companhia ainda estar impedida de vender seus chips para a China acabou impactando negativamente a ação da maior empresa em valor de mercado do mundo.

Contudo, outras empresas que também estão surfando essa temática apresentaram fortes valorizações no dia seguinte aos balanços da companhia comandada por Jensen Huang. ETFs como o iShares Expanded Tech-Software e o Global X Artificial Intelligence & Technology, por exemplo, apresentaram valorizações de mais de 1% no pregão pós-resultados, enquanto algumas companhias tiveram alta de dois dígitos.



Gráficos 2 e 3. Performance (em %) por ETF (esquerda) e por ação (direita), no dia 28 de agosto | Fontes: Bloomberg e Empiricus

E esse sentimento de que a demanda relacionada à Inteligência Artificial, seja pela infraestrutura necessária para seu desenvolvimento assim como por produtos e serviços oferecidos pelas mais diversas companhias, foi reforçado nos primeiros dias de setembro.

Primeiro com os resultados da Broadcom, vista como uma das principais competidoras da Nvidia. Além dos números acima das expectativas dos analistas, [o anúncio de que a companhia recebeu um pedido de US\\$10 bilhões de um novo cliente empolgou os investidores.](#)

TECH

## Broadcom's stock pops on mystery \$10 billion AI customer

PUBLISHED THU, SEP 4 2025•12:00 PM EDT | UPDATED THU, SEP 4 2025•6:17 PM EDT

Reprodução/[CNBC](#)

Mas a principal notícia nesse sentido veio de uma velha conhecida do mundo da tecnologia, que até pouco tempo atrás muito davam como obsoleta para o novo mundo da computação em nuvem.

A Oracle, fundada no final da década de 70, até divulgou números levemente abaixo do consenso de mercado, fazendo com que suas ações reagissem negativamente logo após a apresentação dos balanços.

Só que quando a empresa fundada por Larry Ellison anunciou que os contratos já assinados totalizaram US\$455 bilhões ao final do trimestre, bem acima dos US\$180 bilhões esperado pelos analistas, a ação reverteu o movimento negativo e fechou o dia seguinte com uma alta de 36%, adicionando US\$244 bilhões em valor de mercado e atingido uma nova máxima histórica — melhor performance para a companhia desde 1992.

## Valor de Mercado da Oracle

US\$ bilhões, nos últimos cinco anos



Gráfico 4. Valor de mercado (em US\$ bilhões) da Oracle, nos últimos cinco anos (até 29/set) | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Ao longo do mês, porém, essa temática foi reforçada com outros sotaques, especialmente proveniente da segunda maior economia do mundo.

Depois de causar uma forte volatilidade nos mercados com a descoberta do DeepSeek no começo do ano, a China vem aumentando cada vez mais os seus esforços para que as suas empresas sejam competitivas nesse mundo de Inteligência Artificial (o que resolvei chamar de *trade* 'IAkisoba')

Ainda que o gigante asiático não possa se dar o luxo de ficar sem os chips da Nvidia — que ainda estão bem à frente das concorrentes, independente de sua origem —, o governo local vem estimulando o ecossistema local, seja por meio das grandes empresas ou por startups.

Empresas como Huawei, Alibaba e Baidu anunciaram nas últimas semanas o desenvolvimento de novos chips, inclusive com acordos já assinados com outras companhias para a implementação dessas tecnologias.

## Huawei to Double Output of AI Chip as Nvidia Wavers in China

Reprodução/[Bloomberg](#)

## Alibaba, Baidu begin using own chips to train AI models, The Information reports

By Reuters

September 11, 2025 2:34 PM GMT-3 · Updated September 11, 2025



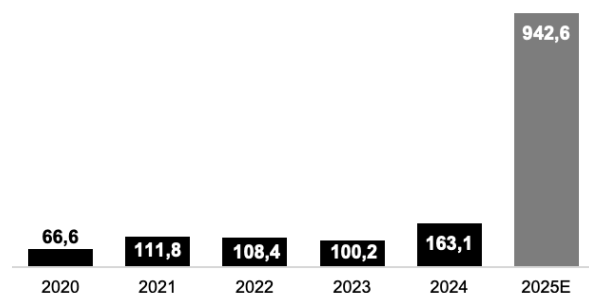
Reprodução/[Reuters](#)

Além delas, uma empresa ainda desconhecida do grande público também tem chamado a atenção dos investidores.

A Cambricon Technologies é vista por muitos na China como uma alternativa viável aos produtos da Nvidia. No seu último resultado divulgado, a companhia reportou um aumento de mais de 4.000% na sua receita, além do terceiro trimestre consecutivo de lucratividade (comparado com anos anteriores seguidos de prejuízo).

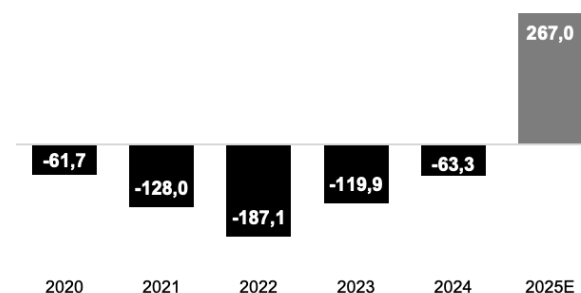
### Receita Líquida Cambricon Tech

E: Estimativa em US\$ milhões, por ano



### Lucro Líquido Cambricon Tech

E: Estimativa em US\$ milhões, por ano



Gráficos 5 e 6. Receita líquida e lucro líquido (em US\$ milhões) anual da Cambricon Technologies, desde 2020 | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Ainda que esteja muito longe dos números apresentados pela Nvidia e as gigantes chinesas, o avanço dos últimos anos impressionam: as ações da companhia se multiplicaram por mais de 10 vezes nos últimos dois anos, tornando-a uma queridinha do mercado e um símbolo de como Pequim poderia buscar sua independência nesse segmento.

Mais até que a sua lucratividade recente, a melhora de suas tecnologias tem permitido reduzir o diferencial dos chips concorrentes, animando aqueles que buscam um campeão nacional. O processador Siyuan 690 (ainda em desenvolvimento) é tido por analistas como um potencial substituto dos H100 (vendidos pela Nvidia) no que diz respeito à performance.

Entretanto, é importante ressaltar que a animação em torno da Cambricon está menos relacionada aos seus avanços tecnológicos do que uma narrativa em torno do orgulho nacional. Alguns desenvolvedores chineses, como o DeepSeek, tem sinalizado que seus modelos mais recentes serão otimizados para “chips nacionais que serão lançados logo”.

Na visão de alguns especialistas, isso poderia criar uma ecossistema favorável para a Cambricon, na qual a sua tecnologia seria não apenas tolerada, mas sim abraçada. O fato da companhia estar na lista de entidades restritas do Departamento de Comércio desde 2022, cada movimento positivo no preço de suas ações e melhores resultados é visto como um embate a Washington – celebrado assim como o DeepSeek no começo do ano.

Toda essa empolgação fez com que os investidores voltassem a comprar ações de tecnologia na China com uma força não vista há muito tempo: o valor de mercado dessas companhias aumentou em US\$240 bilhões nas últimas semanas, levando o índice Hang Seng Tech para o maior nível em quatro anos.

## Índice Hang Seng Tech

pontos, nos últimos cinco anos

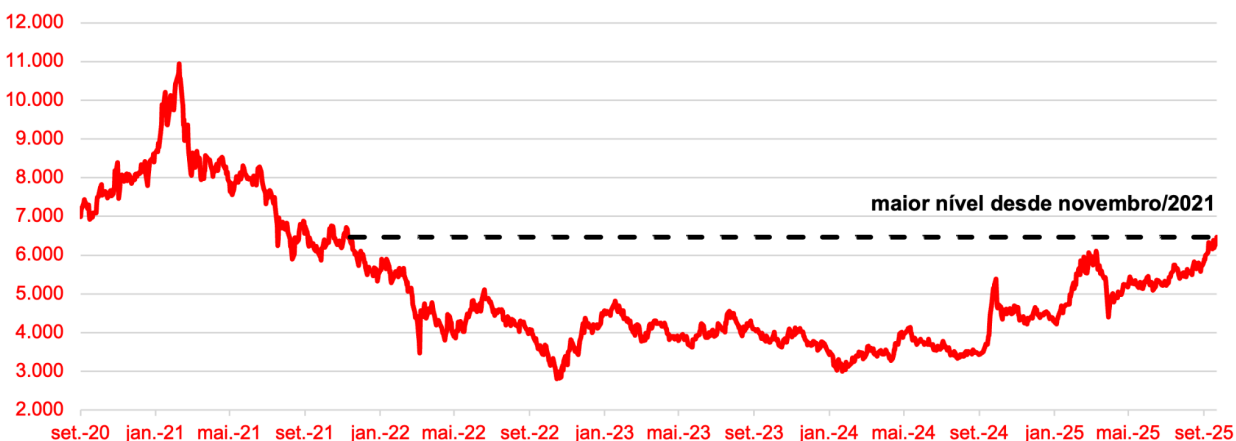


Gráfico 7. Índice Hang Seng Tech (em pontos), nos últimos cinco anos (até 29/set) | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Outro ponto que também auxiliou os ativos de risco em setembro foi a retomada do afrouxamento monetário por parte do Federal Reserve, que reduziu a Fed Funds Rate em 0,25 ponto percentual (conforme esperado pelo mercado), levando para o intervalo entre 4% e 4,25%.

Somado ao novo corte quase um ano depois do início do movimento, os investidores também gostaram do que viram no Sumário de Projeções Econômicas (SEP), com os membros do FOMC sinalizando a possibilidade de mais dois cortes de mesma magnitude até o final do ano.

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

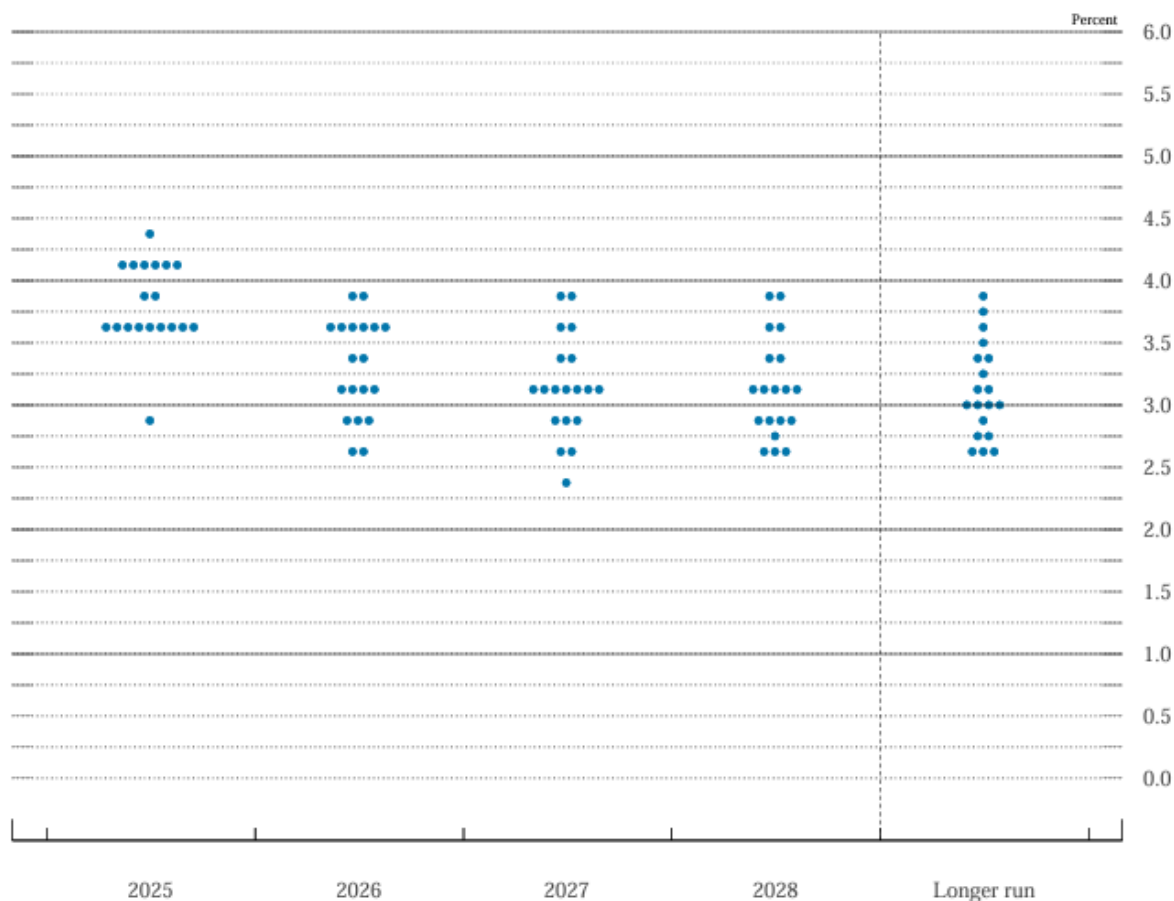


Figura 1. Gráfico de pontos ('Dot Plot') disponibilizado no Sumário de Projeções Econômicas (SEP) de setembro/25 | Fonte: Federal Reserve

Contudo, mesmo com os índices perto das máximas, ainda temos que monitorar alguns pontos nos próximos meses.

O primeiro está relacionado à própria temática de Inteligência Artificial. Mesmo que as últimas notícias indicam uma forte demanda por parte das empresas, alguns acordos divulgados recentemente acenderam um alerta para alguns investidores.

Um exemplo foi de que um dos principais responsáveis pelo forte crescimento nos contratos da Oracle foi a OpenAI, estimado em aproximadamente US\$300 bilhões

(além de outros US\$100 bilhões com outros provedores de computação em nuvem). Isso para uma empresa que afirmou recentemente que deve atingir algo perto de US\$12 bilhões no próximo ano.

Outro ponto de atenção foi o acordo da OpenAI com a Nvidia, na qual Jensen Huang e companhia podem investir até US\$100 bilhões na criadora do ChatGPT. Mas muitos analistas apontaram que a empresa comandada por Sam Altman deve utilizar boa parte desses recursos para comprar os chips da própria Nvidia — um caso semelhante ao de “*vendor financing*” que aconteceu na época da bolha das pontocom.

O início da temporada de resultados do terceiro trimestre, em meados de outubro, vai servir como um bom barômetro de como segue a disposição das empresas em investir nessa tecnologia, podendo dar um novo gás nos índices ou servir como um freio de arrumação dado a alta recente.

Um segundo ponto relevante é o caminho dos juros básicos americanos no restante de 2025.

A mudança no discurso de Jerome Powell e alguns membros do Fed, de que o mandato relacionado ao emprego apresentou uma piora significativa nos últimos meses e passou a ser o principal fator para a política monetária quando comparado ao dos índices de preços, ainda pode sofrer um revés no curto prazo.

Isso porque, após meses de desinflação, fazendo com que a métrica preferida do Banco Central americano (o PCE) se aproximasse da meta, os últimos dados mostraram uma volta do núcleo do indicador perto dos 3%. Alguns economistas apontam que, até o final do ano, é possível que o índice encerre próximo dos 3,5%, com um maior impacto das tarifas impostas pelo governo americano.

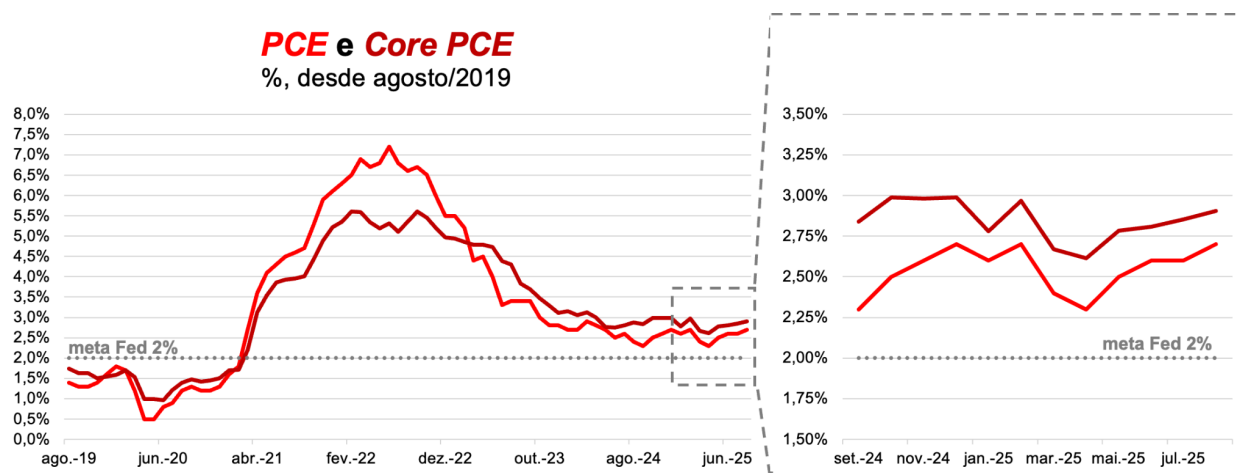
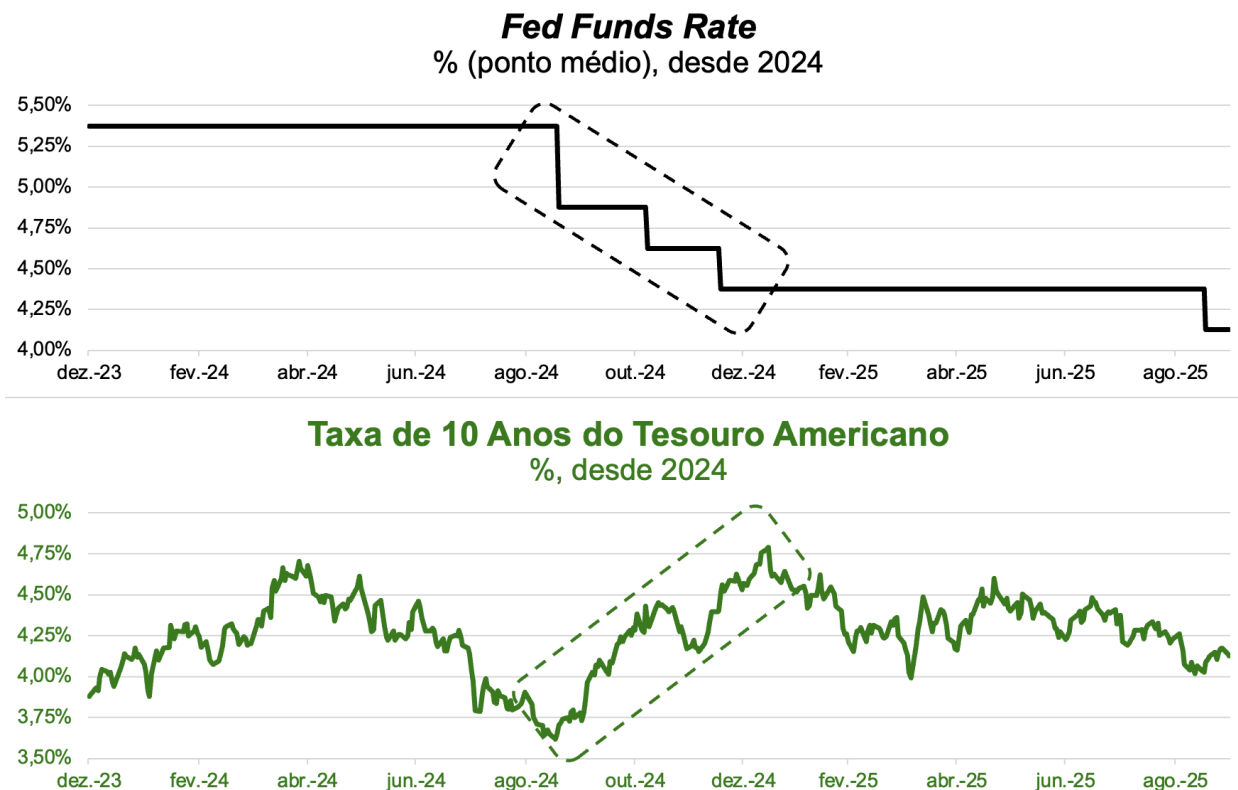


Gráfico 8. PCE (vermelho) e núcleo do PCE (vinha), desde agosto/2019 | Fontes: Bloomberg e Empiricus

A percepção de que os cortes de juros também passem a sofrer uma maior pressão política também pode impactar negativamente os ativos de risco.

Considerando que na última reunião um dos membros pontuou que enxerga a *Fed Funds Rate* abaixo dos 3% ao final de 2025 — com muitos atores de mercado acreditando se tratar de Stephen Miran, indicado pelo presidente Trump e que ainda mantém um cargo no governo —, os investidores podem passar a demandar mais juros dos títulos de renda fixa para se proteger de uma eventual resiliência da inflação no futuro.

Isso, de certa forma, já aconteceu no passado recente: quando o Fed começou a cortar os juros ao final de 2024, os juros de 10 anos do Tesouro americano aumentaram mais de 1 ponto percentual, se aproximando novamente dos 5%. Com uma rentabilidade nesse nível, uma parcela dos investidores pode achar atrativo reduzir sua exposição a ações e alocar parte nessa classe de ativo.



Gráficos 9 e 10. Fed Funds Rate (em %, ponto médio) e taxa de juros de 10 anos (em %) do Tesouro americano, desde 2024 | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Essa resiliência da inflação, aliás, já tem sido observado com a boa performance de ativos que buscam proteger o patrimônio, como o ouro, com uma alta de mais de 30% no ano.

O bitcoin, que muitos investidores entendem que pode vir a se tornar o novo “metal dourado” na carteira dos investidores, se valoriza mais de 20% em 2025. Mas, com características ainda ligadas às ações de “*growth*”, muitos ainda o enxergam como um ativo “híbrido”, podendo se beneficiar da continuidade no corte de juros.



Gráfico 11. Cotação (em US\$) do bitcoin, nos últimos cinco anos (até 29/set) | Fontes: Bloomberg e Empiricus

Pensando nisso, fiz algumas alterações para a Carteira BDR de outubro.

## Saídas Carteira BDR Outubro/25

- **Taiwan Semiconductor Manufacturing (B3: TSMC34 | NYSE: TSM)**

- **Baidu (B3: BIDU34 | Nasdaq: BIDU)**

A decisão zerar posição em **Taiwan Semiconductor Manufacturing (B3: TSMC34 | NYSE: TSM)** e **Baidu (B3: BIDU34 | Nasdaq: BIDU)** está relacionada às fortes valorizações recentes nos papéis das companhias (19% e 37% no mês, respectivamente), nas quais entendemos que dificilmente se sustentam sem períodos de realizações, reduzindo a assimetria de retorno no curto prazo.

Em relação a TSMC, embora reconheça a superioridade da empresa em relação às suas rivais, a alta fez com o papel voltasse a negociar por um múltiplo Preço/Lucro projetado perto das suas máximas dos últimos cinco anos.

Já a Baidu, mesmo que negociando bem abaixo da sua máxima histórica, ainda enfrenta desafios na reestruturação de suas operações, o que pode impactar negativamente as ações caso as expectativas dos investidores não sejam atingidas.

## Reduções Carteira BDR Outubro/25

### - Alibaba (B3: BABA34 | NYSE: BABA): de 15% para 5%

A redução em **Alibaba (B3: BABA34 | NYSE: BABA)** segue uma lógica semelhante à saída de Baidu, refletindo a intensa valorização recente observada nas empresas de tecnologia na China após os anúncios ligados ao desenvolvimento da tecnologia de Inteligência Artificial no país.

Porém, ainda entendemos que é necessário ter uma exposição à temática de IA no gigante asiático, ainda que com um ajuste pontual na carteira para se proteger de eventuais recuos momentâneos no ativo.

## Adições Carteira BDR Outubro/25

### - Visa (B3: VISA34 | NYSE: V): 10% da carteira

### - Disney (B3: DISB34 | NYSE: DIS): 5% da carteira

As duas adições do mês de setembro possuem motivos semelhantes para complementar o percentual de risco da carteira.

A adição de **Visa (B3: VISA34 | NYSE: V)** busca reduzir a volatilidade da carteira, dado o perfil defensivo do negócio, que se protege tanto de um aumento ou resiliência da inflação como de uma melhora no sentimento dos consumidores – que podem aumentar ainda mais o consumo com uma redução dos juros.

Já **Disney (B3: DISB34 | NYSE: DIS)**, ainda que com um perfil de risco um pouco mais elevado, permite ao investidor ter uma exposição a uma tese de crescimento (por meio

de suas operações de *streaming*), com os analistas empolgados com os números para esse trimestre.

Dado a manutenção dos preços nos níveis atuais nos últimos meses, entendemos que vale a pena correr tal risco, ainda que com um peso pequeno na carteira (5%).

## Aumentos Carteira BDR Outubro/25

- **Coinbase (B3: C2OI34 | Nasdaq: COIN): de 5% para 10%**

- **Salesforce (B3: SSFO34 | NYSE: CRM): de 5% para 10%**

Os dois aumentos do mês de outubro possuem propostas semelhantes para a nossa carteira.

O aumento da posição de **Coinbase (B3: C2OI34 | Nasdaq: COIN)** busca aumentar a exposição do portfólio ao segmento de criptomoedas, que pode ser impulsionado pelo cenário de queda de juros e trazer valorizações relevantes para a carteira.

Consolidada como a principal corretora de criptoativos regulada nos Estados Unidos, a companhia continua ampliando sua relevância tanto entre investidores institucionais quanto no varejo. Os resultados recentes evidenciam maior diversificação de receitas, com avanço em serviços além do trading e melhoria de margens operacionais.

Adicionalmente, o ambiente externo se mostra mais favorável, com avanços regulatórios como a aprovação do Genius Act e a crescente institucionalização do setor.

Entendemos que a posição de Coinbase possa atuar de maneira satisfatória com o aumento da atratividade de ativos como cripto em relação à renda fixa, como na possibilidade da instituição mantê-los inalterados por conta da resiliência da inflação (mesmo que sofra um pouco, as criptos passaram a ser vistas como uma forma de proteger o capital do investidor da perda de valor da moeda no tempo).

Já a **Salesforce (B3: SSFO34 | NYSE: CRM)** vem sofrendo nos últimos anos com as dúvidas dos investidores em relação ao impacto da IA no seu negócio – o que fez com

que a ação passasse a negociar perto das 20 vezes seus lucros projetados, menor patamar dos últimos cinco e dez anos.

Contudo, ainda estamos falando de uma das principais fornecedoras de *software* no mundo corporativo, com contratos com diversas empresas de grande porte. E as iniciativas recentes da direção para migrar seus produtos e serviços para IA pode permitir que ela ofereça essas soluções para esses clientes.

Uma de suas principais frentes nesse sentido é o “Agent Force”, plataforma de agentes autônomos treinados por IA que operam fluxos complexos de atendimento, vendas e marketing de forma independente. O diferencial está na aplicação real, com alta capacidade de monetização (já foram fechados 8.000 contratos no último resultado reportado).

Além disso, a companhia vem melhorando suas margens e recomprando ações, o que pode fazer com que a empresa recupere um pouco do seu prestígio junto ao mercado.

Um abraço,

**Enzo Pacheco, CFA**

## Alibaba (BABA34)

A **Alibaba (B3: BABA34 | NYSE: BABA)** é uma das maiores empresas de tecnologia da China.

O principal segmento de atuação da companhia é no comércio eletrônico, no qual possui mais de 50% de participação de mercado por meio de suas marcas Taobao e Tmall, comparado com menos de 16% da JD.com e 13% da Pinduoduo.

Além disso, a empresa também atua no segmento de logísticas, computação em nuvem, *fintech* (por meio do Ant Group), entre outros.

A dificuldade recente de retomada de crescimento na China pós-pandemia da Covid-19, somado às intervenções do governo chinês na economia, impactaram severamente as ações da companhia, que voltaram para níveis semelhantes ao de seu IPO em 2014. Entretanto, nesse meio tempo, a Alibaba multiplicou as suas receitas por dez vezes, enquanto o seu lucro líquido quase quintuplicou no mesmo período.

Além disso, recentemente foi anunciado o desenvolvimento dos seus chips de inferência para treinamento de LLMs (*Large Language Models*) já em teste comercial.

Principais riscos:

1. Dificuldades de crescimento da China permanecerem, reduzindo assim a renda dos cidadãos e, conseqüentemente, o consumo;



|                       |                     |
|-----------------------|---------------------|
| Companhia             | <b>Alibaba</b>      |
| Ticker                | <b>BABA34</b>       |
| Recomendação          | <b>Compra</b>       |
| Valor de Mercado      | <b>US\$426,1 bi</b> |
| Liquidez Média Diária | <b>R\$22,9 mil</b>  |
| Preço/Ação            | <b>R\$34,08</b>     |
| P/L (25E)             | <b>23,4x</b>        |
| EV/Ebtida (25E)       | <b>14,9x</b>        |
| DY (25E)              | <b>0,6%</b>         |
| Performance (2025)    | <b>86,7%</b>        |
| Performance (12M)     | <b>68,2%</b>        |

2. Possíveis problemas de execução da produção dos chips para treinamentos de modelos de inteligência artificial.

## Amazon (AMZO34)

A **Amazon (B3: AMZO34 | Nasdaq: AMZN)** é uma das principais companhias do mundo, atuando nos mais diversos segmentos.

Originalmente iniciado somente como uma livraria online, com o passar do tempo a empresa foi aumentando os produtos oferecidos em seu site, além de ter expandido suas operações de comércio eletrônico em outros países e ter iniciado um negócio para oferta de serviços de computação em nuvem no começo dos anos 2000 (Amazon Web Services).

Desde então, a Amazon passou a ser uma das maiores empresas em vendas do mundo – nos últimos doze meses, a receita da companhia somou mais de US\$650 bilhões, ficando atrás apenas do Walmart (US\$685 bilhões). Mas considerando as perspectivas para o negócio, principalmente para o segmento AWS (dados as oportunidades relacionadas a Inteligência Artificial), ela deve tomar a liderança da varejista nos próximos anos.

Além disso, os investimentos recentes feitos para aumentar a sua malha logística tem entregado resultados, com as operações da América do Norte e Internacional passando a reportar lucros operacionais bem melhores do que no passado recente. Somado a ótima lucratividade já apresentada pela AWS, a tendência segue de lucros crescentes.

Principais riscos:

1. Impactos da Inteligência Artificial nos negócios e nos resultados podem ser menor ou mais demoradas do que o esperado;



|                       |                    |
|-----------------------|--------------------|
| Companhia             | <b>Amazon</b>      |
| Ticker                | <b>AMZO34</b>      |
| Recomendação          | <b>Compra</b>      |
| Valor de Mercado      | <b>US\$2,3 tri</b> |
| Liquidez Média Diária | <b>R\$60,2 mil</b> |
| Preço/Ação            | <b>R\$58,43</b>    |
| P/L (25E)             | <b>26,5x</b>       |
| EV/Ebtida (25E)       | <b>13,9x</b>       |
| DY (25E)              | -                  |
| Performance (2025)    | <b>-15,5%</b>      |
| Performance (12M)     | <b>15,7%</b>       |

2. Apesar da qualidade maior do que a média de mercado, o *valuation* pode ser uma potencial justificativa para realização de lucros por parte dos investidores.

## AT&T (ATTB34)

A AT&T (**B3: ATTB34 | NYSE: T**) é uma das maiores empresas de telecomunicações dos Estados Unidos, com atuação relevante nos segmentos de mobilidade, internet residencial por fibra e serviços corporativos.

A companhia tem passado por um processo de transformação nos últimos anos, buscando simplificar suas operações, focando em ativos estratégicos e reduzindo seu nível de endividamento.

A tese de AT&T se ancora em dois pilares: a expansão da rede de fibra óptica e a consolidação da cobertura 5G. Ambos os serviços são considerados críticos no atual cenário de consumo digital intensivo, e têm sido responsáveis por boa parte do crescimento da companhia.

No caso da fibra, a companhia já ultrapassa 29 milhões de estabelecimentos e residências cobertas, enquanto seu serviço móvel segue conquistando novos clientes com uma proposta baseada em estabilidade e cobertura nacional.

Com a melhora da estrutura de capital e geração robusta de caixa, a AT&T anunciou a intenção de retomar recompras de ações em 2025 — uma sinalização clara de que a gestão acredita na subavaliação dos papéis e na capacidade de retorno do capital investido. Além disso, a venda da participação remanescente na DirecTV simplificou ainda mais o negócio e liberou recursos para investimentos estratégicos.

Ainda que parte dos serviços legados — principalmente no segmento corporativo — sigam pressionados, o avanço do consumo de dados e os ganhos de escala formam um pano de fundo positivo para a tese.

**AT&T**

|                       |                     |
|-----------------------|---------------------|
| Companhia             | <b>AT&amp;T</b>     |
| Ticker                | <b>ATTB34</b>       |
| Recomendação          | <b>Compra</b>       |
| Valor de Mercado      | <b>US\$201,9 bi</b> |
| Liquidez Média Diária | <b>R\$48,2 mil</b>  |
| Preço/Ação            | <b>R\$49,93</b>     |
| P/L (25E)             | <b>13,6x</b>        |
| EV/Ebtida (25E)       | <b>7,4x</b>         |
| DY (25E)              | <b>3,9%</b>         |
| Performance (2025)    | <b>10,1%</b>        |
| Performance (12M)     | <b>25,0%</b>        |

Principais riscos:

1. Segmento com alta competição, o que pode comprometer lucratividade e rentabilidade;
2. Redução na expectativa de proventos pagos pela companhia.

## Berkshire Hathaway (BERK34)

A *holding* de investimentos comandada por Warren Buffett, a **Berkshire Hathaway (B3: BERK34 | NYSE: BRK/B)** é uma aposta completamente diversificada no dinamismo da maior economia do mundo.

Com investimentos nas áreas de Seguros, Transportes, Varejo, Indústria, entre outros, a companhia está presente na vida de grande parte da população americana com seus produtos e serviços.

Além dos investimentos nessas empresas, a *holding* também conta com um portfólio de ações avaliado em quase US\$264 bilhões (1T25) — dos quais 21% é a posição na Apple. Atualmente, o valor de mercado da Berkshire Hathaway é de pouco mais de US\$1 trilhão.

Recentemente, Buffett anunciou sua saída do posto de CEO para que Greg Abel assumisse o cargo. Apesar do marco histórico da aposentadoria de um dos maiores investidores de todos os tempos, essa troca já vem sendo debatida pelo menos desde 2021.

Principais riscos:

1. Questionamentos em relação ao planejamento sucessório da companhia;
2. Alta concentração do portfólio de ações em poucos ativos.

### BERKSHIRE HATHAWAY INC.

|                       |                     |
|-----------------------|---------------------|
| Companhia             | <b>Berkshire</b>    |
| Ticker                | <b>BERK34</b>       |
| Recomendação          | <b>Compra</b>       |
| Valor de Mercado      | <b>US\$1,1 tri</b>  |
| Liquidez Média Diária | <b>R\$137,9 mil</b> |
| Preço/Ação            | <b>R\$133,85</b>    |
| P/L (25E)             | <b>24,3x</b>        |
| EV/Ebtida (25E)       | <b>5,7x</b>         |
| DY (25E)              | -                   |
| Performance (2025)    | <b>-4,6%</b>        |
| Performance (12M)     | <b>6,9%</b>         |

## Coinbase (C2OI34)

Uma das principais plataformas de criptomoedas do mundo, a **Coinbase (C2OI34 | Nasdaq: COIN)** oferece uma forma prática e confiável para que pessoas e instituições negociem ativos digitais.

Com atuação em mais de 100 países e cerca de 4.300 funcionários, a empresa atualmente conta com um volume trimestral de negociação de US\$237 bilhões, além de US\$425,7 bilhões em ativos protegidos.

Maior corretora americana de criptomoedas, a Coinbase é responsável pela custódia de 17 dos 20 maiores ETFs de ativos digitais nos EUA, além de ampliar sua atuação ao avançar em serviços e produtos relacionados às stablecoins.

Considerando que a maior corretora do mundo é chinesa (Binance), e dado a maior predisposição do novo governo Trump no assunto, é possível que a empresa se sobressaia nesse cenário.

Nos últimos anos, temos visto instituições financeiras tradicionais como JPMorgan Chase, Morgan Stanley e Goldman Sachs mudar a sua visão sobre as criptomoedas, muitas vezes já considerando esses ativos em portfólios para clientes ou com a intenção de atuar mais fortemente nesse mercado.

Além disso, a intenção de Trump fazer uma reserva estratégica de criptomoedas, assim como projetos importantes relacionados às stablecoins, como o Genius Act, devem manter a demanda por esses ativos forte nos próximos anos.



|                       |              |
|-----------------------|--------------|
| Companhia             | Coinbase     |
| Ticker                | C2OI34       |
| Recomendação          | Compra       |
| Valor de Mercado      | US\$ 90,4 bi |
| Liquidez Média Diária | R\$ 61,1 mil |
| Preço/Ação            | R\$71,75     |
| P/L (25E)             | 65,2x        |
| EV/Ebtida (25E)       | 29,1x        |
| DY (25E)              | -            |
| Performance (2025)    | 13,5%        |
| Performance (12M)     | 85,5%        |

Principais riscos:

1. Alta volatilidade das criptomoedas, o que pode comprometer significativamente os resultados de um trimestre para o outro;
2. Aumento da competição, com mais instituições atuando no mercado.

## Disney (DISB34)

A **Disney (B3: DISB34 | NYSE: DIS)**, junto com as suas subsidiárias, é uma das principais empresas de entretenimento do mundo. Operando em três segmentos — Mídia e Distribuição, Esportes e Parques, Experiências e Produtos —, a companhia conta com uma vasta lista de franquias e atrações que impactam pessoas de todas as idades.

Com parte relevante dos negócios sendo altamente impactada pelo isolamento social em função do Covid-19, a empresa viu seus resultados sofrerem um grande baque. Contudo, no mesmo período, devido ao lançamento do seu serviço de *streaming* (o Disney+) os investidores enxergavam nessa linha de negócio a tábua de salvação e uma nova avenida de crescimento.

A demora de esses serviços entregarem resultados positivos, entretanto, reduziu o ânimo dos investidores, fazendo com que as ações recuassem para patamares pré-pandemia — mesmo com outras linhas de negócio como os parques já apresentando números próximos ao reportado antes de 2020.

Para arrumar a casa, a direção recorreu ao retorno do ex-CEO Bob Iger, que conduziu a empresa durante suas principais aquisições no passado recente (Pixar, Marvel, Lucasarts) e, aos poucos, vai implementando as mudanças para trazer de volta a magia da Disney.



|                       |                     |
|-----------------------|---------------------|
| Companhia             | <b>Disney</b>       |
| Ticker                | <b>DISB34</b>       |
| Recomendação          | <b>Compra</b>       |
| Valor de Mercado      | <b>US\$205,8 bi</b> |
| Liquidez Média Diária | <b>R\$ 41 mil</b>   |
| Preço/Ação            | <b>R\$40,98</b>     |
| P/L (25E)             | <b>19,5x</b>        |
| EV/Ebtida (25E)       | <b>12,4x</b>        |
| DY (25E)              | <b>0,9%</b>         |
| Performance (2025)    | <b>-10,0%</b>       |
| Performance (12M)     | <b>18,3%</b>        |

Principais riscos:

1. Lucratividade das plataformas de *streaming* abaixo do esperado ou mais demorado do que o projetado pela companhia;
2. Redução da demanda do segmento de Experiências, por conta de uma eventual desaceleração econômica.

## Meta Platforms (MITA34)

A **Meta Platforms (B3: MITA34 | Nasdaq: META)** é dona de algumas das principais redes sociais do mundo. Juntas, Facebook, Instagram e Whatsapp contam com mais de 3,48 bilhões de usuários diários ativos e quase 4 bilhões de usuários mensais ativos – quase metade da população mundial utiliza algum dos aplicativos da companhia.

A empresa reporta os seus resultados divididos em dois segmentos: Família de Apps (Family of Apps, FoA) e Reality Labs (que englobam as suas outras iniciativas, como os dispositivos de realidade aumentada).

A receita da Meta é proveniente basicamente da venda de publicidade, com mais de 50% do seu faturamento vindo de fora dos Estados Unidos.

Recentemente, a iniciativa do fundador e CEO Mark Zuckerberg de investir para desenvolver o metaverso acabou sendo uma "benção disfarçada". Isso porque, apesar das grandes perdas que essa frente gerou para a companhia, os investimentos necessários foram realocados para as necessidades relacionadas à Inteligência Artificial – que podem gerar bons frutos para a empresa no futuro não muito distante.

Principais riscos:

1. Maior regulação por parte dos governos do mundo todo, dado o impacto que seus aplicativos possuem na vida de grande parte da população global;
2. Novos investimentos ligados à IA demorarem para gerar resultados no negócio.



|                       |                     |
|-----------------------|---------------------|
| Companhia             | <b>META</b>         |
| Ticker                | <b>MITA34</b>       |
| Recomendação          | <b>Compra</b>       |
| Valor de Mercado      | <b>US\$1,8 bi</b>   |
| Liquidez Média Diária | <b>R\$131,7 mil</b> |
| Preço/Ação            | <b>R\$139,60</b>    |
| P/L (25E)             | <b>21,8x</b>        |
| EV/Ebtida (25E)       | <b>17,67x</b>       |
| DY (25E)              | <b>0,3%</b>         |
| Performance (2025)    | <b>6,4%</b>         |
| Performance (12M)     | <b>25,4%</b>        |

## Novo Nordisk (N1VO34)

A **Novo Nordisk (B3: N1VO34 | NYSE: NVO)** é uma das maiores farmacêuticas globais, especializada em tratamentos para diabetes, obesidade e distúrbios hormonais. Fundada na Dinamarca há mais de 100 anos, a empresa vem ganhando cada vez mais relevância global por conta do sucesso de seus medicamentos para controle de peso e regulação glicêmica (GLP-1).

O maior motor de crescimento tem sido o portfólio voltado à obesidade, liderado pelos fármacos Ozempic (semaglutida) e Wegovy.

Ambos têm apresentado forte crescimento de receita e protagonizam uma revolução no tratamento da obesidade, com taxas de emagrecimento comparáveis à cirurgia bariátrica.

Além disso, a companhia conta com um negócio altamente lucrativo em tratamentos para diabetes tipo 1 e tipo 2, incluindo insulinas de última geração. A estratégia da empresa tem sido marcada por inovação incremental, forte capacidade de execução, expansão para novos mercados e reinvestimento contínuo em P&D.

Principais riscos:

1. Concorrência no segmento de GLP-1 que conta com players como Eli Lilly (Mounjaro) e Pfizer em estágio inicial;
2. Penetração de medicamentos “manipulados” nos mercados como alternativas mais baratas aos produtos originais da empresa



|                       |                     |
|-----------------------|---------------------|
| Companhia             | <b>Novo Nordisk</b> |
| Ticker                | <b>N1VO34</b>       |
| Recomendação          | <b>Compra</b>       |
| Valor de Mercado      | <b>US\$242,4 bi</b> |
| Liquidez Média Diária | <b>R\$55,6 mil</b>  |
| Preço/Ação            | <b>R\$36,99</b>     |
| P/L (25E)             | <b>14,2x</b>        |
| EV/Ebtida (25E)       | <b>10,6x</b>        |
| DY (25E)              | <b>3,4%</b>         |
| Performance (2025)    | <b>-43,6%</b>       |
| Performance (12M)     | <b>-53,1%</b>       |

## Salesforce (SSFO34)

Salesforce (**B3: SSFO34 | Nasdaq: CRM**) é a maior empresa global de *Customer Relationship Management* (CRM) e pioneira na integração de inteligência artificial em soluções corporativas.

Fundada em 1999 por Marc Benioff, a Salesforce foi responsável por popularizar o conceito de “Software como Serviço” (*Software as a Service*), ao permitir que empresas pudessem gerenciar suas vendas, marketing e atendimento ao cliente diretamente na nuvem.

Desde então, consolidou-se como líder no setor, com forte presença em CRM, nuvem, automação de processos e inteligência artificial aplicada a negócios.

Seu modelo de negócios é segmentado em cinco verticais, sendo elas Soluções Comerciais (*Sales Cloud*), Atendimento e Suporte (*Service Cloud*), Marketing e Varejo Digital (*Marketing & Commerce*), Integração de Sistemas e Inteligência de Dados (*Integration & Analytics*) e uma camada de desenvolvimento que inclui a Salesforce Platform, Slack e Data Cloud.

A companhia também está na vanguarda da próxima disrupção ligada ao setor de Inteligência Artificial, oferecendo Agentes (sistemas automatizados que realizam tarefas para seus usuários). Recentemente a companhia fez a incorporação de soluções como o **Agentforce**, voltado para automações baseadas em IA generativa, com capacidade de personalização em escala.



|                       |                      |
|-----------------------|----------------------|
| Companhia             | <b>Salesforce</b>    |
| Ticker                | <b>SSFO34</b>        |
| Recomendação          | <b>Compra</b>        |
| Valor de Mercado      | <b>US\$ 225,6 bi</b> |
| Liquidez Média Diária | <b>R\$55,6 mil</b>   |
| Preço/Ação            | <b>R\$57,15</b>      |
| P/L (25E)             | <b>20,8x</b>         |
| EV/Ebtida (25E)       | <b>13,0x</b>         |
| DY (25E)              | <b>0,7%</b>          |
| Performance (2025)    | <b>-39,1%</b>        |
| Performance (12M)     | <b>-15,3%</b>        |

Principais riscos:

1. Velocidade de monetização das ferramentas de IA insuficientes para compensar possíveis perdas na sua principal linha de negócio (CRM);
2. Mudança no perfil do cliente e concorrência crescente com o surgimento de plataformas abertas e personalizáveis.

## Visa (VISA34)

A **Visa (B3: VISA34 | NYSE: V)** é a maior empresa de meios de pagamento do mundo. No segundo trimestre fiscal de 2025 (encerrado em março), seus sistemas processaram 60,7 bilhões de transações, um avanço de 9% em relação ao mesmo período do ano anterior.

O número de cartões bandeira Visa em circulação continua crescendo, refletindo a expansão global da rede: já são 4,8 bilhões de credenciais emitidas, crescimento de 7% ano contra ano. Esse crescimento da base, somado à penetração contínua dos pagamentos digitais, sustentou a expansão do volume total de pagamentos processados, que cresceu 8% em moeda constante no trimestre.

É importante lembrar que a Visa não é uma instituição financeira. Ela não emite cartões, não oferece crédito e não define taxas para os portadores de cartão. Sua receita vem majoritariamente das tarifas cobradas de bancos e parceiros comerciais por transação, sem exposição direta a risco de crédito ou inadimplência.

Nos últimos anos, investidores passaram a monitorar mais de perto dois potenciais vetores de risco: a maior pressão regulatória sobre taxas de intercâmbio e a concorrência de novos meios de pagamento. Ainda assim, a Visa continua se posicionando como um dos principais “gateways” da economia digital global. Seja atuando junto a grandes bancos, fintechs ou empresas de tecnologia, a companhia segue bem colocada para capturar uma fatia relevante do crescimento estrutural dos pagamentos eletrônicos nos próximos anos.



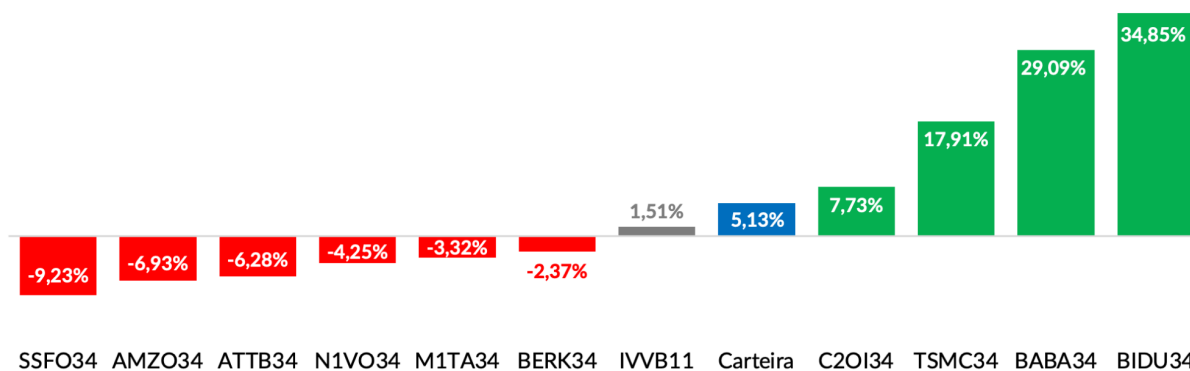
|                       |               |
|-----------------------|---------------|
| Companhia             | Visa          |
| Ticker                | VISA34        |
| Recomendação          | Compra        |
| Valor de Mercado      | US\$ 672,4 bi |
| Liquidez Média Diária | R\$ 94,4 mil  |
| Preço/Ação            | R\$ 90,60     |
| P/L (25E)             | 29,9x         |
| EV/Ebtida (25E)       | 24,3x         |
| DY (25E)              | 0,7%          |
| Performance (2024)    | -8,7%         |
| Performance (12M)     | 21,7%         |

Principais riscos:

1. Concorrência crescente de fintechs e novas tecnologias de pagamento, que podem pressionar margens e participação de mercado.
2. Mudanças regulatórias em diferentes jurisdições, que podem afetar a operação e a rentabilidade da empresa.

## Desempenho da Carteira de BDRs

### Performance da Carteira BDR em %, setembro/25



#### Carteira de BDRs

| 2025           | Janeiro | Fevereiro | Março  | Abril  | Maio   | Junho  | Julho  | Agosto | Setembro | Ano    | Desde o Início |
|----------------|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|----------------|
| Empiricus BDRs | 0,09%   | 2,02%     | -9,20% | -2,03% | 1,72%  | -2,30% | 0,64%  | 2,89%  | 5,13%    | -1,73% | 57,59%         |
| IVVB11         | -3,32%  | -0,37%    | -8,66% | -1,21% | 6,90%  | -0,25% | 5,07%  | -1,05% | 1,51%    | -2,18% | 71,34%         |
| % Benchmark    | -       | -         | -      | -      | 24,87% | -      | 12,57% | -      | 339,48%  | -      | 80,73%         |

### Analista responsável pela estratégia

Enzo Pacheco, CFA, CNPI

## Disclaimer

A Empiricus Research é uma Casa de Análise que produz e entrega publicações e relatórios periódicos, regularmente constituída e credenciada perante CVM e APIMEC. Todos os nossos profissionais cumprem as regras, diretrizes e procedimentos internos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, em especial sua Resolução 20 e seu Ofício-Circular CVM/SIN 13/20, e pela APIMEC, bem como pelas Políticas Internas estabelecidas pelos Departamentos Jurídico e de Compliance da Empiricus. A responsabilidade pelos relatórios que contenham análises de valores mobiliários é atribuída a Rodolfo Cirne Amstalden, profissional certificado e credenciado perante a APIMEC. Nossas funções são desempenhadas com absoluta independência, e sempre comprometidas na busca por informações idôneas e fidedignas visando fomentar o debate e a educação financeira de nossos destinatários. O conteúdo da Empiricus Research não representa quaisquer ofertas de negociação de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros. Embora a Empiricus Research forneça sugestões pontuais de investimento, fundamentadas pela avaliação criteriosa de analistas certificados, não se pode antecipar o comportamento dos mercados com exatidão. Padrões, histórico e análise de retornos passados não garantem rentabilidade futura. Todo investimento financeiro, em maior ou menor grau, embute riscos, que podem ser mitigados, mas não eliminados. A Empiricus Research alerta para que nunca sejam alocados em renda variável aqueles recursos destinados às despesas imediatas ou de emergência, bem como valores que comprometam o patrimônio do assinante. Os destinatários dos relatórios devem, portanto, desenvolver as suas próprias avaliações.

A Empiricus Research faz parte do grupo Empiricus, pertencendo ao Grupo BTG Pactual, motivo pelo qual existe potencial conflito de interesses em suas manifestações sobre o Grupo. A união de forças para a criação do grupo Empiricus objetiva propiciar uma melhor experiência ao investidor pessoa física. Toda relação dentro do grupo é pautada na transparência e na independência, respeitando a completa segregação entre as atividades de análise de valores mobiliários e de administração de carteiras de valores mobiliários, visando à preservação da imparcialidade da Empiricus Research. Todo o material está protegido pela Lei de Direitos Autorais e é de uso exclusivo de seu destinatário, sendo vedada a sua reprodução ou distribuição, seja no todo ou em parte, sem prévia e expressa autorização da Empiricus Research, sob pena de sanções nas esferas cível e criminal.



